

2024年1月から2024年12月末の期間で発行が確認できた日経225銘柄210社の狭義の統合報告書（※）を対象に、資本コストやPBR（株価純資産倍率）に関する現状分析など東京証券取引所（以下、東証）からの「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けた要請を踏まえた開示の状況を調査した。

（※）「狭義の統合報告書」とは、IIRC フレームワークなどの統合報告ガイダンスを参考にして制作されている報告書、または冊子やWEB サイトでレポート名を統合報告書・統合レポート等と題されている報告書を指す。

調査 サマリー

- 日経225銘柄統合報告書210社のうち、資本コスト言及は174社
- ROEやROICの目標水準を踏まえた資本コストの解説は82社
- 企業価値向上をスローガンで終わらせない開示に期待

はじめに

東証が2023年3月に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求める要請は継続的にPBRが1倍未満に低迷する企業に対して、資本収益性を踏まえた分析とそれを踏まえた経営方針や具体的な改善策、進捗状況の開示を促している。これは2023年1月時点において、上場企業約半数がPBR1倍割れという日本の株式市場への危機感が背景にあり、上場企業に対して、株主・投資家が重視する資本収益性や資本コストを意識して自社のパフォーマンスを分析し、それに沿った開示を通じて、市場から適正な評価を得る努力を求めたものとなっている。

一方、日本の上場企業で自社の資本コストを明確に意識している企業はこれまで限定的であったが、この東証の要請により徐々に意識が変わり始めている。一般社団法人IR協議会による全株式上場企業4,088社を対象とした「IR活動の実態調査」（2024年5月）によれば、自社の資本コストを算

定している企業は59.1%となっている。ただ、公表までしている企業は16.6%にとどまっており、投資家向けに説明しきれていない状況が伺える。

資本コストの算出はあくまで、資本市場がその企業に対して最低限求める資本効率のハードルレートを認識するうえでのステップであり、資本コスト算出だけではあまり意味をなさない。そのハードルを上回る資本効率の目標設定を行い、それを実現するための経営計画とその実施状況を説明してこそ、株主・投資家からの経営への評価が伴ってくる。

1. 資本コストの開示状況

このような問題意識を踏まえ、今回のトピック調査では、日経225銘柄210社の狭義の統合報告書において、資本コストについてどの程度の言及がなされているかの記載状況を確認した。210社のレポートのうち、何らかの形で言及が見られたの

は174社となった。この開示のレベル感を以下に分けて確認したところ、次のような結果となった。

①資本コストを上回るROEやROICが達成されているかを経営パフォーマンスのレビューとして具体的に記載	82社 (39.1%)
②レビューまではいかないが、経営計画やROEなど数値目標の根拠として具体的に解説	52社 (24.8%)
③資本コストを上回る資本効率といったスローガンのような発信にとどまっている企業	40社 (19.0%)
④資本コストへの言及なし	36社 (17.1%)

【調査結果の考察】

今回、調査対象が日経225銘柄という日本を代表とするエクセレントカンパニーであることもあり、設定しているROEやROICの目標水準と照らし合わせて経営をレビューしているケースが全体の4割に及んでいる。グッドプラクティスを見ると、運輸セクターでコロナ禍を契機に、資本市場が鉄道事業に対するリスクプレミアムを高めている点を対話の中で認識し、その点を反映していることをCFOが説明している開示が確認できた。

資本コストはあくまで資本市場が求める最低限の資本効率の水準であるため、企業が一方的に決めるものでなく、機関投資家それぞれの認識とすり合わせが重要になる。その観点から言うと、企業がどのような水準で設定しているのか、を発信することは読者である投資家自身も過度なリスクプ

レミアムの設定を是正する契機にもなりうる。まだまだ、株主資本コストを上回るROEを実現しエクイティスプレッド拡大を目指す、というスローガンの発信にとどまっている企業もまだまだ多いため、今後はより踏み込んだ開示が今後求められる。

2. PBRの開示状況

資本コストは、ROEやROICなどの資本効率を評価するうえでの経営評価のモノサシとして使われるが、最終的な資本市場からの評価である株価やPBRについて、自己評価・分析を記載するレポートも東証からの要請を踏まえて、増えてきている。210社の統合報告書における開示状況は以下の通りだった。

①目指すROEやPERなどの指標の水準など踏み込んだ解説がある	75社 (35.7%)
②PBR向上への具体的な取り組みが記載されているが概要程度にとどまる	21社 (10.0%)
③PBR向上を意識する発信にとどまる	11社 (5.2%)
④PBRに関する言及なし	103社 (49.1%)

【調査結果の考察】

統合報告書の前身ともいえる、投資家向け年次報告（アニュアルレポート）から遡っても、従来の任意開示の中で、株価チャートのように実績値が参考情報として掲載されることはあっても、トッ

プメッセージや戦略パートにおいて、株価の自己評価が記載されることはほとんどなかった。今回、現状のPBR水準が十分でない、という自己評価のもと、改善に向けて、どのくらいのROEやPERを目指すのかというストーリーを語っているケースが全体の3割強で見受けられ、資本コストとともに、確実に開示の改善が見られた形となった。具体的なグッドプラクティスをあげると、化学セクターで、PBRが1倍を安定的に超えており、TOPIX化学に対して常に上回っている状況をレビューしている企業があったほか、銀行セクターで、PBR向上に向けて、ROEと事業成長率の向上、資本コスト低減の3要素を挙げ、それぞれの実現に向けた取り組みをロジックツリー形式で説明しているケースが確認できた。

一方、一般論に近い形でROEの向上や資本コストの低減、より企業を理解してもらうためのIR活動に励む、といった概要レベルにとどまっているケースが多いほか、全く触れていない企業も全体の半数以上あった。東証からの要請に対して、準備しきれていない状況の企業が多くあることが推察されるが、統合報告書を資本市場との目線合わせ、対話のツールと位置付けるならば、自らが資本市場から示された株価に対しての捉え方を示していくことは意味があろう。

おわりに

統合報告書において、「企業価値の向上」という発信は多くの開示で確認できる一方で、自社として企業価値をどのように捉えているかの解釈を示している企業は決して多くはない。いま、統合報告書で求められているのは、企業価値の向上という言葉のスローガンで終わらせずに具体的にどのような尺度でどのように高めていくのかという青写真と、それを実現するプランを読者の納得感を持って伝えていくことであろう。この企業価値向上の尺度の1つが株主資本コストを上回る資本効率を実現できているエクイティスプレッドであり、その結果として企業価値が市場から適切に評価されているかを示すのがPBR水準である。こうした尺度に対して客観的な現状分析と改善に向けた戦略を投資家と共有する開示が今後ますます求められる。

(出所) 株式会社宝印刷D&IR研究所
IR/サステナビリティ研究室の調査による